

白鳩

3192 東証 JASDAQ

<https://www.shirohato.co.jp/ir/index.html>

2016年5月11日(水)

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

企業調査レポート
執筆 客員アナリスト
浅川 裕之

企業情報はこちら >>>

■ 積極的施策で成長加速に向けた準備が整った

白鳩<3192>はインナーウェア(下着類)に特化したeコマース(EC)企業。取扱商品は約160社・100ブランドの約9,000アイテム(色・サイズ別では約10万種類)と、圧倒的な品揃えを誇っている。インナーウェア特化型EC企業は、オペレーションの難しさもあって参入企業が少なく、同社は独特の地位を築いている。

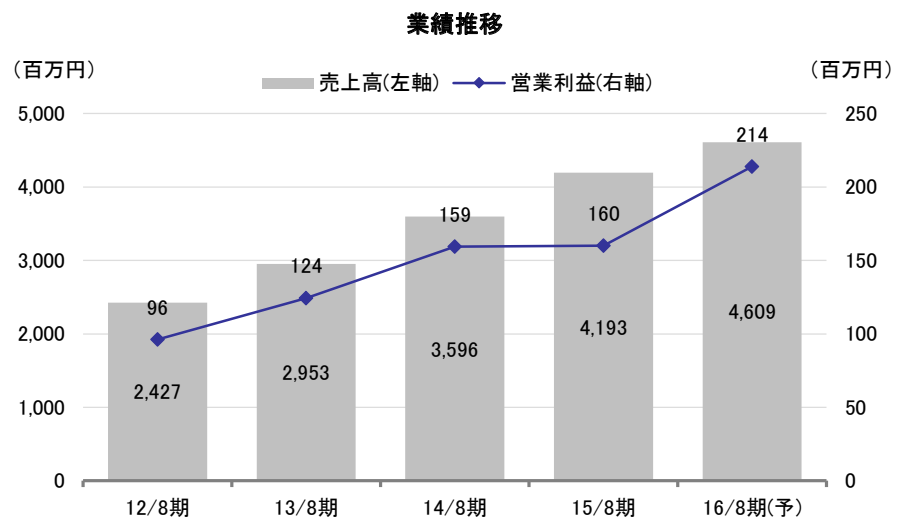
現状、同社は成長加速への取組みを強化している。国内向けでは、本店(自社)サイトをリニューアルして機能向上とスマホ対応強化を行った。また集客力の勢いを見定めながら選択的にサイトの強化を図った結果、Amazon店の売上高は前年同期比約2倍に、Yahoo!ショッピング店は同約1.4倍に、それぞれ急増した。PB・コラボ商品の拡充も順調に進捗している。

海外売上(越境EC)対策にも力を入れている。同社はTmallグローバル(天猫国際)店など海外向けに3店を展開するが、目下のところはTmall店を通じた中国からの需要が予想を超える状況で入ってきている。同社は商品選定と量の確保に努めており、今後もバイヤー連携、取扱いブランド拡大、他の中国大手インターネットモールへの出店などの施策を検討・実施していく計画だ。

足元の業績は順調だ。2016年8月期第2四半期は、暖冬によるマイナス影響を越境ECの好調でカバーし、計画通りの着地となった。前述の各種施策の効果もあって、弊社が注目する年間購入客数は順調に拡大した。今下期においても販売強化策の効果が持続し、同社が掲げる業績予想は無理なく達成されるものと弊社ではみている。

■ Check Point

- ・PB・コラボ商品の拡充を図る
- ・売上高は前年同期比13.3%増、純利益は同64.6%と大幅な増収増益で着地
- ・本店サイトのリニューアル効果に注目



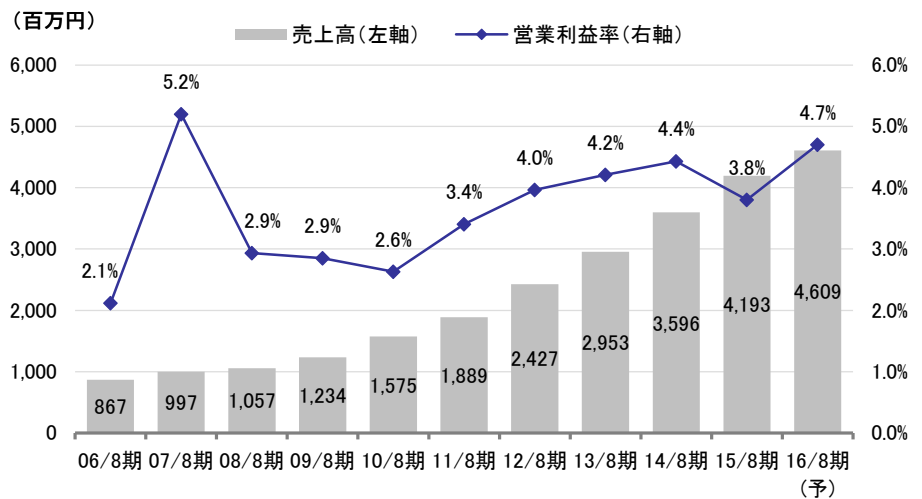
■ 成長加速への取組み

PB・コラボ商品の拡充を図る

同社は目下、今後の成長加速のための取組みを強化している。その背景には2015年8月期の期中下方修正という苦い経験があると弊社ではみている。下方修正の原因は外部要因に加えて、広告戦略の施策の遅れ、新規顧客獲得の伸び悩み、季節商品のサイトへの掲載の遅れなど、社内事情によるところも多かった。同社は同年下期からその対策に乗り出し、これまでのそれらの問題点をほぼ解消した。その効果は業績面に表れており、2015年8月期下期の営業利益は91百万円（前年同期比16.2%増、上期比33.1%増）、営業利益率4.2%と上期から急回復を示した。

同社は“2015年8月期からの回復”にとどまることを潔しとせず、さらに成長を加速させることを目指していると弊社では推察している。2016年8月期の諸施策は明らかにそれを意識したものだと思われる。以下では重要な施策について詳述する。

売上高・営業利益率推移(長期業績)



出所：会社資料からフィスコ作成

(i) 販売サイトの分散化の強化

同社はEC企業として、本店（自社）サイトを始め、楽天店（2店舗）、Yahoo! ショッピング店、Amazon 店など国内7店、海外3店を展開している。

白鳩の店舗展開状況

国内市場向け			海外市場向け	
	PC サイト	スマホ / 携帯		
白鳩本店（自社サイト）	○	○	本店グローバル店	
楽天市場レディース店	○	○	Tmall グローバル店	
楽天市場メンズ店	○	○	Qoo10 シンガポール店	
Yahoo! ショッピング店	○	○	実店舗	
Amazon 店	○	○	アバンティ店（京都駅前）	
Qoo10 店	○	○	その他	
DeNA ショッピング店	-	○	facebook（白鳩、楽天市場）	
白鳩本店携帯公式サイト	-	○	twitter（白鳩、楽天市場）	

出所：会社資料からフィスコ作成

白鳩

3192 東証 JASDAQ

<https://www.shirohato.co.jp/ir/index.html>

2016年5月11日（水）

販路別売上の状況は、かつては楽天サイトが60%近くを占めた時期もあったが、ここ数年は楽天の構成比は低下してきている。本店サイト以外はECモールへの出店ということになり、モール自体の集客力によって各店舗への集客が影響を受ける構造となっている。この点で同社は、今期は楽天市場よりもAmazonやYahoo!ショッピングの方に集客力の勢いがあるとの認識を抱いており、それに応じた対応を行っている。

白鳩

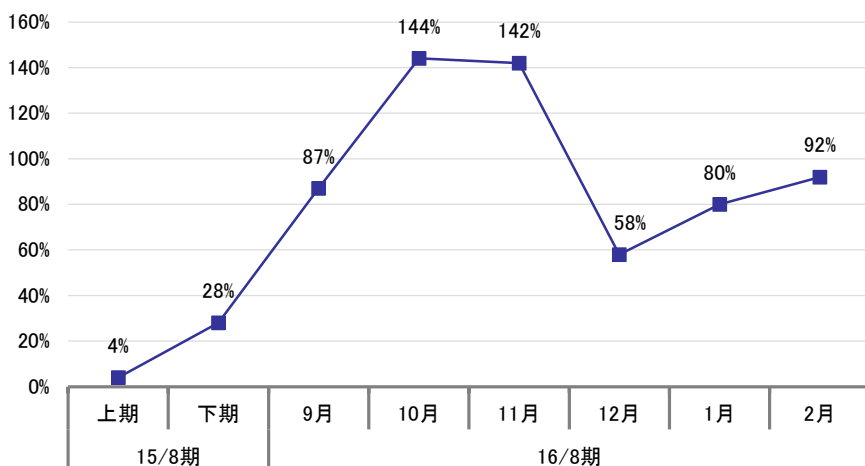
3192 東証 JASDAQ

<https://www.shirohato.co.jp/ir/index.html>

2016年5月11日（水）

具体例の一つとして、AmazonのFBA（フルフィルメント by Amazonの略称。Amazonが白鳩等出品者に代わって受注・出荷するプログラム。白鳩はAmazon側に事前に納品しておく）対応の商品数を拡大させたことがある。消費者はFBA対応商品を購入すると即日配達等Amazon独自のサービスを受けることができる。従って、対応商品拡大は販売増に明確に反映され、2016年8月期第2四半期のAmazon店売上高は前年同期比96%増となった。同社は今後もこの分野の強化を続ける方針だ。

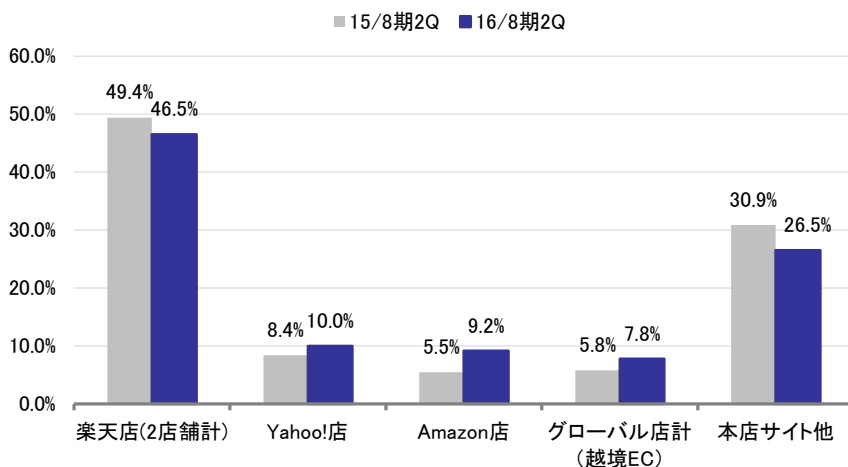
Amazon店月次売上高(前年同月比伸び率)の推移



出所：会社資料からフィスコ作成

2016年8月期第2四半期の販路別構成比は、Tmallグローバル店、Amazon店、Yahoo!ショッピング店が売り上げを伸ばした結果、構成比も順調に拡大した。楽天店が圧倒的なトップという状況は変わらないが、分散が着実に進展している状況だ。

販路別売上構成比



出所：会社資料からフィスコ作成

(ii) 本店サイトのリニューアル

上記の (i) とも関連するが、同社は本店サイトのリニューアルを行い、2016年4月にローンチした。リニューアルのポイントは、①消費者の利便性向上と②スマホ対応の2つだ。①の利便性向上についてはさらに以下のような改善が加えられた。

検索機能向上：目的別とアイテム別に詳細に条件設定が可能となった。特に“カラー”を条件設定できる機能は本店サイトだけの特徴で、利用者の使い勝手を最も顕著に改善した部分といえる。

決済機能向上：ドコモID決済、LINE Pay、楽天ID決済、Amazonログイン＆ペイメントを新たに加え、従来からのクレジットカード決済などと合わせて選択肢が10種類となった。これら新規追加の決済方法を選択すれば、各社のポイントを決済で利用できる点も消費者にとってはメリットとなっている。

スマホ対応自体は従来からなされていたが、サイトの作りがPCからのアクセスを前提としていたこともあって、実際の購買はPC経由がスマホ経由を大きく上回っている状況であった。最近の消費者の購買行動がスマホ経由主体へと劇的に変化してきていることを踏まえて、今回のリニューアルではスマホでの使い勝手を改善した。その結果、リニューアル後2週間のデータでは、スマホ経由の購買が過半を占めてPC経由を逆転した状況となっている。この現象が、これまでの非PCユーザーに対する機会損失を回復した結果であるとするならば、本店サイトのリニューアルは大成功と言えよう。

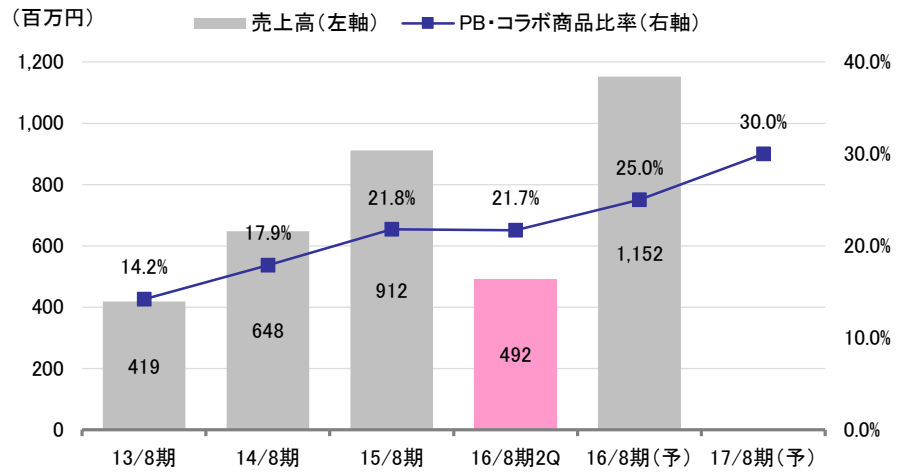
(iii) PB・コラボ商品の拡充・強化

同社にとって、利益率向上のキープポイントとしてPB・コラボ商品の拡充がある。コラボ商品とはメーカーとの協体制のもと、同社が保有する顧客ニーズや売れ筋などの情報を反映させて開発した商品で、メーカーと会社のダブルネームで販売する商品だ。利益率はPB商品同様の高さとみられ、同社の利益率向上策のうちの重要な一つだ。

同社は売上高に占めるPB・コラボ商品売上構成比について、適正水準を30%に設定しており、早期にそこまで引き上げるべく注力している。コラボ商品の売れ行きが全般に好調で、メーカーからのアプローチも増えている状況にある。2016年8月期第2四半期のPB・コラボ商品売上構成比は21.7%であった。今通期では25%に達すると見込んでいる。

弊社ではPB・コラボ商品比率30%達成は比較的スムーズに進捗するとみている。インナーウェア専門EC企業である同社が有する情報はメーカーにとっても非常に有用であり、コラボ商品を出すメリットがメーカー側にも明確に存在するからだ。むしろ、同社が適正水準と設定している30%に到達したあとどうするのか、について興味を持って見守りたいと考えている。

PB・コラボ商品の売上構成比の推移



出所：会社資料からフィスコ作成

(iv) 越境 EC 対応の強化

越境 EC の拡大は同社の中長期的成長の大きな原動力と期待される。同社は越境 EC には 4 年前から本格的に取り組んでいる。これまでにアリババグループの天猫国際 (Tmall) や楽天の海外モールなどに出店してきた。その後、楽天の海外展開見直しなどもあって、現状は Tmall グローバル店と本店グローバル店、及び Qoo10 シンガポール店の 3 店が越境 EC の窓口となっている。3 つの販路の中では Tmall グローバル店が圧倒的で約 90% を占めており、現状は中国が越境 EC のメイン市場となっていることがわかる。

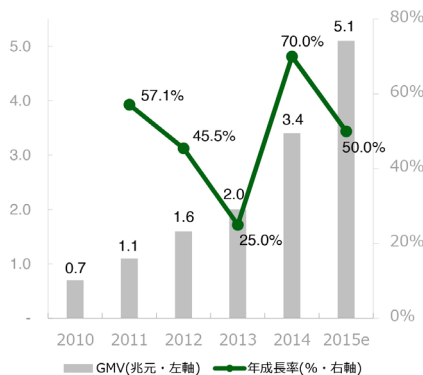
越境 EC 売上高は順調に拡大しており、2016 年 8 月期第 2 四半期は、前年同期比 50% 超伸びて約 180 百万円に達した模様だ。売上構成比は 7.8% に達した (前年同期の構成比は 5.8%)。今第 2 四半期はシングルデー (独身の日) (毎年 11 月 11 日、「W11」) 商戦を含む 11 月において約 89 百万円を売り上げ、当初の想定以上に新規顧客と売上高を獲得できた模様だ。

今後同社は、商品ラインナップの拡充と量の確保に努めるのはもちろん、質の面でもバイヤーの勤に頼らない商品選定を進める計画だ。また、他の中国大手インターネットモールへの出店も検討している。英語圏対応については、2016 年 3 月に楽天シンガポール店、同インドネシア店を閉鎖したため仕切り直しとなる。当面は中国市場対応が優先されるのではないかと弊社ではみている。

越境 EC の事業環境

2014年度中国国内EC市場 (B to C) は約50兆円
日本市場の4倍超

中国国内BtoC EC市場規模(2014年)



中国トップ別BtoC EC市場シェア(2014年)

1位	天猫商城 (tmall)	61.4%
2位	京東商城 (360buy)	18.6%
3位	蘇寧易購 (suning)	3.2%
4位	唯品会 (vip.com)	2.9%
5位	国美在線 (gome)	1.7%
6位	1号店 (yihaodian)	1.4%
7位	当当 (DangDang)	1.3%
7位	亞馬遜中国 (amazon.cn)	1.3%
	その他	8.2%

出所: BTMU (China) 経済週報2015年5月28日号

出所: iResearch レポート

出所: 2016年8月期第2四半期説明会資料

越境 EC に関する注意点としては、中国財政部による越境 EC に関する税制度改革が挙げられる。これは、現行の越境 EC に関する税金である行郵税を廃止し、免税範囲をなくす一方、増値税を課すというものだ。制度改革の詳細は複雑で、一概に増税なのか減税なのかを判断することは難しい。越境 EC に対して逆風だと理解する向きも多いが、活況を呈する越境 EC からの徴税強化策に過ぎないという見方も存在している。今後の推移を見守る必要があるが、4月後半の時点では何ら従来と変わりはない、というのが同社の実感のようだ。

同社は越境 EC のデリバリーに EMS (Express Mail Service、国際スピード郵便) を利用している。今後も EMS 利用を継続する方針だが、上記の税制度改革後の状況変化によっては、保税區を活用した商品発送スキームの利用なども検討していくとしている。

(v) 物流センター用地の取得

同社は 2016年2月、将来の物流センター用地として本社隣接の土地 (約 5,067 平方メートル) を 877 百万円で取得した。購入代金は銀行借入れにより賄った。

この件について過大投資と懸念する向きもあろうが、弊社では懸念する必要はないと考えている。今回の物件は同社の本社に隣接しているということがポイントだ。現状は本社の物流センターで発送業務に十分なキャパシティがあるが、数年後には拡張ニーズが生じると見込んでいた。たまたまこのタイミングで本社隣接地が売却に出されたので、その機を逃さず購入したということだ。購入地には倉庫が建設されているが、当面は、在庫の保管にこの倉庫を活用することとし、追加の設備投資は計画していない。

業績動向

売上高は前年同期比 13.3% 増、純利益は同 64.6% と大幅な増収増益で着地

(1) 2016 年 8 月期第 2 四半期決算

2016 年 8 月期第 2 四半期は、売上高 2,270 百万円（前年同期比 13.3% 増）、営業利益 107 百万円（同 57.2% 増）、経常利益 107 百万円（同 60.9% 増）、四半期純利益 66 百万円（同 64.6% 増）と増収増益で着地した。

2016 年 8 月期第 2 四半期決算の概要

（単位：百万円）

	15/8 期					16/8 期		
	1Q	2Q	2Q 累計	下期	通期	1Q	2Q	2Q 累計
売上高	910	1,094	2,004	2,189	4,193	1,150	1,120	2,270
前年同期比	9.7%	24.9%	17.4%	15.8%	16.6%	26.3%	2.4%	13.3%
営業利益	18	50	68	92	160	48	59	107
前年同期比	-36.5%	-2.0%	-14.9%	16.0%	0.4%	159.3%	18.0%	57.2%
営業利益率	2.0%	4.6%	3.4%	4.2%	3.8%	4.2%	5.3%	4.7%
経常利益	17	49	66	89	155	49	58	107
前年同期比	-28.1%	6.5%	-5.0%	63.3%	25.0%	178.3%	18.4%	60.9%
当期純利益	10	30	40	58	98	30	36	66
前年同期比	-36.8%	30.4%	2.1%	64.1%	33.0%	185.6%	20.0%	64.6%

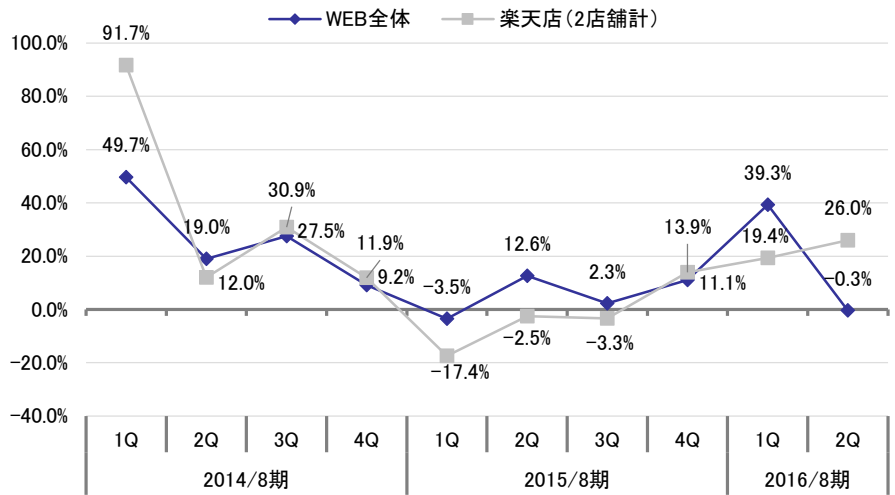
出所：フィスコ作成

四半期ごとの推移を見ると、第 2 四半期（単独）において、売上高の伸びが減速している。これは暖冬の影響でピーク月である 12 月の売上高は前年同月比 5% 減となったためだ。この点は想定外のマイナスであったが、第 1 四半期の W11 商戦での上振れもあり、第 2 四半期累計としては計画通りとなった。

同社は新規顧客獲得数とリピート率を KPI（重要経営指標）としている。新規顧客獲得数は、今第 2 四半期は Web サイト全体で前年同期比 18.0% 増と順調に拡大した。自社サイトはマイナスとなっているが今 4 月にリニューアルサイトをローンチしており、今後の回復が期待される。

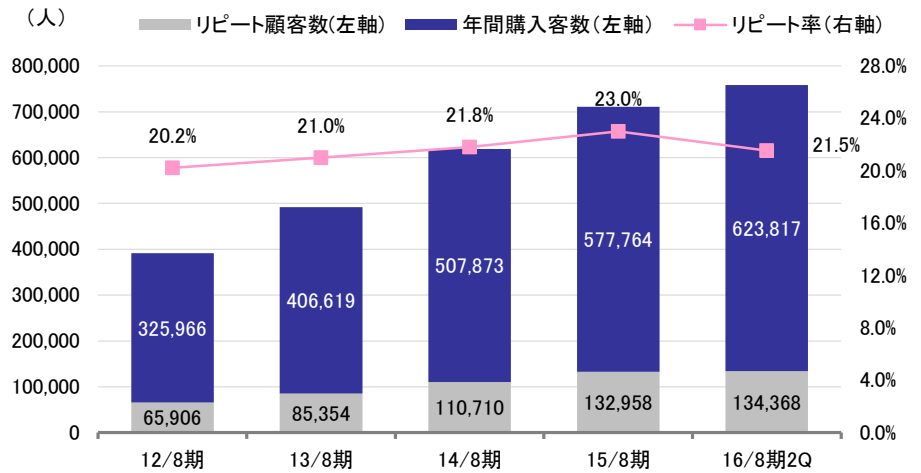
リピート率は今第 2 四半期に大きく低下した形となっている。これは Tmall での新規顧客急増の影響であり、これを除いたベースでは 22.9% だ。新規顧客拡大とリピート率は相反する側面があるが、新規とリピートを合わせた年間購入客数の持続的な拡大こそが重要であるというのが弊社の考えだ。リピート率は結果の 1 つに過ぎず、年間購入客数が成長している限りは一定数のリピート率は保たれると期待され、短期的な変動について過度に反応する必要はないと考えている。

新規顧客獲得数(前年同期比伸び率)の推移



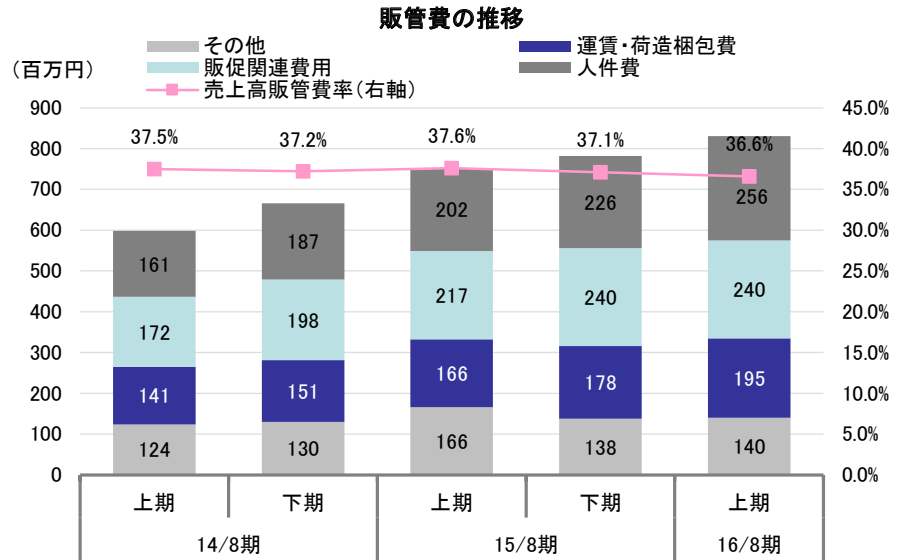
出所：会社資料からフィスコ作成

リピート率の推移



出所：会社資料からフィスコ作成

販管費は、絶対額は前年同期の753百万円から今第2四半期は831百万円に増加したものの、売上高の増加により売上高販管費率は1%ポイント低下した。費目の構成比は大きく変わっていないが、販促費用において、前年同期は価格競争対応に費用がかかったが、今第2四半期はサイト強化費用に投資するなど、質的には大きな変化が生じている。



出所：会社資料からフィスコ作成

本店サイトのリニューアル効果に注目

(2) 2016年8月期通期見通し

2016年8月期通期について同社は、売上高4,609百万円(前期比9.9%増)、営業利益214百万円(同34.2%増)、経常利益195百万円(同25.5%増)、当期純利益132百万円(同34.3%増)を予想している。

前述したように、同社は第2四半期までに様々な成長加速のための施策を行ってきている。この効果は今下期も継続すると弊社では期待している。特に本店サイトのリニューアル効果には注目だ。また、季節性としてW11商戦や年末商戦などの季節要因から上期偏重と思われるが、同社はまだ成長途上であり季節要因をカバーして下期の収益が上期のそれを上回ることは十分可能であると考えている。

また、下期は夏商戦が含まれている点も重要なポイントだと考えている。夏場は薄着となるため、同社の主力商品であるブラジャーの需要期となるためだ。商品ミックスの変化などにより、今下期の売上高営業利益率は第2四半期実績の4.7%を上回ってくる可能性も十分あるとみている。その場合には会社予想の超過達成も視野に入れてこよう。

簡略化損益計算書及び主要指標

(単位：百万円)

	13/8期	14/8期	15/8期	16/8期		
				2Q累計	下期(予)	通期(予)
売上高	2,953	3,596	4,193	2,270	2,339	4,609
前期比	21.7%	21.8%	16.6%	13.3%	6.9%	9.9%
売上総利益	1,263	1,502	1,725	939	-	-
利益率	42.8%	41.8%	41.2%	41.4%	-	-
販管費	1,139	1,343	1,565	831	-	-
売上高販管费率	38.6%	37.4%	37.3%	36.6%	-	-
営業利益	124	159	160	107	107	214
売上高営業利益率	4.2%	4.4%	0.4%	57.2%	16.3%	33.8%
前期比	29.1%	28.2%	3.8%	4.7%	4.6%	4.6%
経常利益	118	124	155	107	88	195
前期比	141.6%	5.4%	25.0%	60.9%	-1.1%	25.8%
当期純利益	68	74	98	66	66	132
前期比	-188.6%	8.9%	33.0%	64.6%	13.8%	34.3%
分割調整後						
EPS (円)	21.33	21.79	25.82	17.39	17.19	34.59
配当金 (円)	0.0	6.0	7.50	-	-	-
1株当たり純資産 (円)	80.9	161.1	182.09	-	-	-

注：伸び率等は百万円単位の数値をもとに算出

白鳩

3192 東証 JASDAQ

<https://www.shirohato.co.jp/ir/index.html>

2016年5月11日(水)

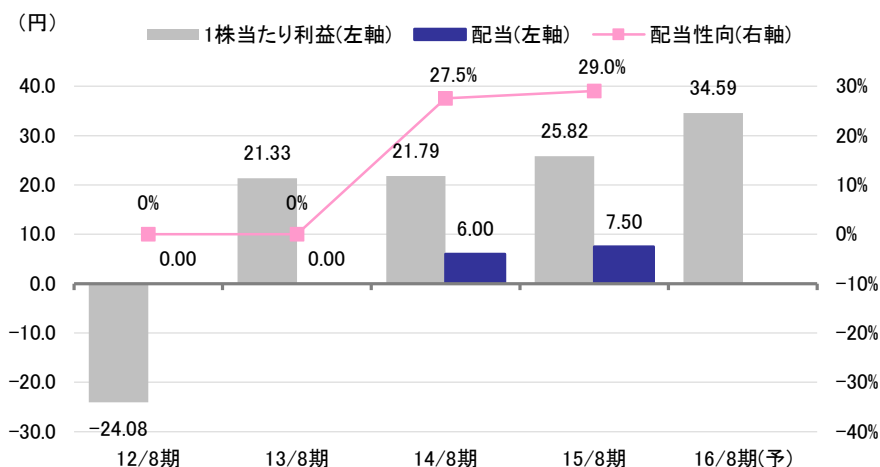
■株主還元

株主 30%、内部留保 50%、従業員 20% という利益配分ルールが基本

同社は株主への還元については配当で行うことを基本としている。配当については公約配当性向の定めはしていないものの、株主 30%、内部留保 50%、従業員 20% という明確な利益配分ルールを定めており、それに従った配当を行うことを基本としている。

2015年8月期は実績の一株当たり利益 (EPS) 25.82 円に対して 7.5 円の配当を行い、配当性向は 29.0% だった。2016年8月期については、同社は配当予想を公表していないが、会社予想 EPS は 34.59 円と公表されている。この EPS の 30% は 10.38 円となる。

1株当たり利益、配当金及び配当性向の推移



出所：短信からフィスコ作成

ディスクレーマー（免責条項）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ